

来搞撮英

## 两市场隔离分阶段并轨的 国有股流通方案

郭洪涛

(华南师范大学经济管理学院 广州 510631)

### 一、解决国有股流通的原则

不因国有股流通而降低 A 股市场股价指数。当前股票的市场价格是在国有股不流通的条件下形成的,流通股股东因国有股暂时放弃流通性、减少股票供给而已经付出了高溢价的代价。因此,在设计国有股的流通方案和实施过程中,应坚持不因国有股流通而降低 A 股市场股价指数的原则,即保证不冲击流通股市场现已形成的价格,尊重流通股市场历史上形成的价格的合理性,尊重流通股市场当前形成的价格的合理性。只有这样的方案方可市场参与各方所接受,才可避免市场的剧烈波动。

### 二、国有股流通方案的设计思路

符合上述原则的国有股流通方案的设计思路是:通过对交易制度的不同规定,建立一个过渡性的国有股交易市场(为了表述方便,以下称这个过渡性市场为 C 股板块或 C 股市场)。该市场通过延长投资者最低持有期间和提高每手交易额等手段,使其形成与 A 股市场在资金来源和参与者方面都相对隔离的市场。这两个市场的交易制度随时间的推移分阶段并轨,逐步缩小差异直至统一,最终实现两个股票市场价格的自然并轨。

具体方案是:在沪深股市专门开辟一个解决非流通股流通的 C 股市场,现在的非流通股可入市交易,非流通股面向所有国内投资者和 QFII 投资者;应明确规定非流通股的过渡期,假设为 10 年,即 10 年内国有股有限流通,10 年后完全流通,该市场的每手成交量应比 A 股市场高,可规定每手为 5000 股;对买入行为不加限制,但对于卖出实行“T+365”制度,即买入之后 365 天后才可卖出,并连续实行 3 年,从第四年开始到第十年末这 7 年中,依次缩短为 T+315, T+265, T+215, T+165, T+115, T+65, T+15, 在第十年末与 A 股市场实现制度合拢,也变为 T+1 制度,这样两市场自然就会出现同价现象,完成两市场并轨。

### 三、该方案的优点

1. 建立的 C 股市场不会太多地分流 A 股市场的资金,也就不会造成 A 股价格指数大幅下跌。因为这个市场对投资者规定了较长的股票持有期和较高的投资起点,所以主要的投资参与者就不会是 A 股市场在册的 7000 多万中小股民,也不会是正在炒股票的证券投资基金机构等短线投资者,而

是以参与公司管理或以并购为目的,资金实力较强的长期投资者。同理, C 股市场的主要资金来源也不会是从 A 股市场撤出的资金,而是原来没炒作股票的资金。由于两个市场的资金来源不同,参与主体不同,因此两市场是分割的, C 股市场对 A 股市场的资金来源不会有太大影响,可有效维护 A 股市场的稳定及投资者的利益。

2. 能满足当前企业间并购的迫切需求,可改善企业业绩,使 A 股投资者长期回报率提高,使 A 股指数上升。当前之所以人们都要求国有股流通,是因为它不流通就阻挡了企业间的并购,企业的控制权就没法市场化,没法向高水平团队转移。那么 T+365 会不会阻碍并购?不会。因为以并购为目的买股票一般持股时间较长,不会短于一年,因此 T+365 不会成为并购的障碍。如果持有期过短,则说明并购者没有重组的诚心,对他们的需求就没有必要考虑。民营经济通过 C 股市场获得上市公司的国有股,从而获得上市公司的控制权。上市公司的重组会改善企业经营,提升企业业绩, A 股市场就有上升的动力,对于 A 股市场的现有投资者来说就是一件好事, A 股可能会不降反升。

3. 在 A 股市场有上升动力的情况下,国家实行新股新办法,对新股发行实行全流通的办法,即再发行新股都是全流通股票,不再有非流通股产生。但为防止全流通的新股对 A 股市场造成冲击,应坚持做到改革的力度、发展的速度与市场可承受程度的统一,处理好改革、发展、稳定的关系。国家应采取以新股调控股指的原则,适当放慢或加快新股发行步伐,以维持市场的稳定。

(收稿日期 2004-01-24)

## 人民币升值可能对证券市场的影响

余述胜

(厦门大学金融系 厦门 361000)

虽然中国政府一再否认人民币会在短期内升值,但随着中国经济势力的强大,并不排除未来人民币升值的可能性。如果人民币升值,对证券市场会有什么影响,对此我们应有清醒的认识。

1. 有可能成为影响股票和债券市场的不稳定因素。汇率与股市存在这样的关系:本币升值—热钱流入—股市上涨—吸引更多热钱流入—加大升值压力。证券市场是观察境外“热钱”流动的一个重要窗口。随着中国资本市场的逐渐开放,人民币升值将吸引大量外资进入中国的证券市场,中国资本市场的对外开放程度越来越高,中国资本市场与国际金融市场的互动关系将更为明显,外资将通过多种方式进入中国证券市场。如果预期人民币升值,这将会对国际资本,尤其是国际金融资本产生巨大的吸引力。从 2001 年中国加入 WTO 之后,金融资本(银行、证券、基金、保险)逐渐替代产业资本而成为进入中国的主要资本形式。人民币的升值预期将

本栏责任编辑、校对:卢艳茹

加速国际资本通过 QFII 或其他形式流入中国,同时也可能明显增加投机性游资的流入。金融资本的流入无疑将增加包括债券市场在内的国内资本市场的资金供给,有利于债券市场的行情,但同时也增加了不稳定的因素,一旦人民币升值的预期减弱,短期资本的流入就会反转为流出,从而造成资本市场资金的抽离,对于债券市场和股票市场来说将是一个很大的冲击。

2. 升值预期还将加快中外合作基金管理公司和证券公司的建立,同样会加快外资参与并购上市公司的步伐,这些将对资本市场产生积极影响。截止 2003 年底,合资基金管理公司达 11 家,中外合资证券公司 2 家。

3. 对相关行业的影响分析。人民币升值,美元贬值,必然刺激进口,增加对机场、港口、铁路、高速公路、电力、供水与有线电视等基础设施的需求。从中长期的角度看,由于这些基础产业具有资源有限、垄断性或建设周期较长而供给弹性较小的特点,对外贸易的扩张对上述基础设施的需求将会持续增加,并可能推动这些部门的价格持续上升。显然,这类上市公司的股价也具有持续上升的趋势。这就是为什么近来许多机构投资者持续看好这些基础产业的股票。在本币升值预期逐渐增强的情况下,我们还看好如下行业:(1)房地产行业。升值预期将全面提升国内资产价值,尤其是流动性较好的房地产价值,相关上市公司尤其是具有大量土地储备的上市公司将从中受益;同时,升值预期下证券市场的向好也将在该类上市公司的股价上得到反映。(2)证券行业。升值预期下,证券市场的向好将为证券公司的经纪业务、资产管理业务、投行业务以及自营投资业务的稳步增长提供积极的支持;此外,作为证券行业发展的“晴雨表”,证券市场的向好将在该类上市公司上得到放大反映。(3)银行业。本轮人民币升值预期的增强主要得益于国内金融体系改革的启动,金融体系稳定性的增强将提高其对国际国内资金的吸引力,大量资金流入国内银行体系,将对银行业务的发展产生积极影响。同时,金融体系改革的启动,证券市场的向好,这为银行业下一步的混业经营提供了想象空间。

4. 对 H 股和 B 股的影响分析。(1)对于境外投资者,在预期人民币升值后,H 股公司和 B 股公司以外币计价的业绩将相应提高,从而导致 H 股、B 股投资价值提高。由此推论,人民币升值预期将会推动 H 股和 B 股价格上升。2002 年以来,H 股涨幅明显超过香港恒生指数,除了 H 股业绩明显改善的原因外,不能排除人民币升值预期的因素。(2)对于境内投资者,在人民币升值前持有 B 股和 H 股等外币资产是一件风险比较大的事,而人民币升值前将外汇资产兑换成人民币,人民币升值后再进入 B 股市场或 H 股市场应该是更可取的策略。同样,人民币升值前不管是投资境外发行的外汇债券,还是投资境内发行的外汇债券,也是一件风险极大的事。由于 B 股市场是以境内居民为主,而在中国现行体制下,境内居民可以通过货币交易把 B 股资产兑换成人民币,以避免人民币升值给自己的外汇资产带来损失,所以 B 股涨幅可能远不及 H 股涨幅。

5. 对上市公司财务报表的影响。由于国内上市公司的股权结构与证券市场的结构有一定的特殊性,因此人民币升值对不同的股票价值会产生不同的影响。这种影响主要是通

过上市公司财务报表来体现的。这里需要结合 B 股公司和 H 股公司的业务性质和经济类型进行具体分析。先假定人民币升值前后这些公司的经营规模不变,不考虑资金周转率,也不考虑关税和非关税措施的变化,有以下几种情况:(1)如果上市公司交易的货币都是人民币,即该公司采购在国内,销售也在国内,流出与流入都是人民币。如前所述,假定其经营规模、成本和业绩都不变,则人民币升值后,其 A 股价值不变,但换算成美元和港币后其帐面业绩上升,从而其 B 股、H 股价值相应提高。(2)采购在国外,销售也在国外,流出与流入都是外币。假定其经营业绩不变,则人民币升值后,其 B 股、H 股投资价值理论上并没有发生变化,而其 A 股价值则应相应下降。(3)采购在国内,销售在国外,即流出是人民币,流入是外币。假定流出和流入规模都不变,则人民币升值后,其 B 股、H 股价值在理论上也不应发生变化,其 A 股价值则应相应下降。(4)采购在国外,销售在国内(如从事进口的外贸公司),即流出是外币,流入是人民币。假定流出在人民币升值之前,流入在人民币升值之后,且其采购价值不变,因而是商业经营,实现的人民币也不变,则其 A 股价值不变,但此时以美元等外币计价的业绩相应提高,从而其 B 股价值和 H 股价值也应相应提高。

6. 对公司债务、融资行为及财务费用的影响。一旦人民币升值,持有美元债务的公司立即可以得到好处。公司债务中美元债务的比重越大,这些公司从人民币升值中得到的好处越大。这对公司经营业绩的影响可想而知。显然这类公司的股价将会明显上升。特别重要的是,人民币升值的预期将可能改变部分企业的投资计划和融资行为。比如说部分航空企业和电力公司等需要进口大型固定资产的企业可能会提前投资,并减少人民币融资,增加期限较长的美元融资。这些企业从中长期的角度看会得到人民币升值所带来的巨大好处。其股票价格也将可能经历一个从下跌到大幅度上涨的过程。其实,即使是流动资金贷款(比如外贸类的企业),用美元贷款替代人民币贷款,也可以得到人民币升值的好处。这些企业从财务费用上得到的好处很可能会超过其销售利润。

(收稿日期 2004-02-25)

## 谈离岸货币市场的扩张机制

王敬花

(保定金融高等专科学校,保定 071009)

离岸货币市场是指经营离岸货币借贷业务的市场。离岸货币是指在发行国以外存放并进行交易,且不受货币发行国金融法令管制的货币。20 世纪 50 年代欧洲美元在伦敦出现后,离岸货币的市场规模迅速扩张,离岸货币存款净额从 1960 年的 100 亿美元扩大到 1995 年末的 46450 亿美元。是什么决定着离岸货币市场的规模和发展?能否把“货币乘数”理论运用到离岸货币市场?根据货币乘数公式  $M = H/rd$ ,若